

KOORDINACIJA UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM I VOĐENJA MONETARNE POLITIKE U HRVATSKOJ¹

mr. sc. Zorica RASPUDIĆ GOLOMEJIĆ
Hrvatska narodna banka, Zagreb

Pregledni znanstveni članak*
UDK 336.71(497.5)
JEL E52

Sažetak

Ovaj se rad bavi pitanjem koordinacije upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj i upozorava na važnost te koordinacije za makroekonomsku stabilnost. Posebno se obrađuje dosadašnja koordinacija upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj i problemi koji pritom nastaju. Također se navode najvažnije mjere koje je poduzeo HNB za lakše upravljanje javnim dugom i bolju koordinaciju s Ministarstvom financija. Detaljnije se govori o uvođenju operacija na otvorenom tržištu, kao najvažnijem koraku ka boljoj koordinaciji vođenja monetarne politike i upravljanja javnim dugom. Od uvođenja operacija na otvorenom tržištu kamatne stope na međubankarskom tržištu, ali i na tržištu državnih vrijednosnica sve manje osciliraju i na nižoj su razini. To bi trebalo olakšati upravljanje javnim dugom i osigurati veću predvidivost u planiranju troškova upravljanja dugom. U završnom dijelu govori se o značenju daljnjeg razvoja tržišta državnih vrijednosnica za unapređenje koordinacije u Hrvatskoj. U zaključku se daju konkretni prijedlozi za unapređenje koordinacije: postizanje barem približnog konsenzusa o optimalnoj kombinaciji fiskalne i monetarne politike te uspostavljanje mehanizma redovite razmjene podataka između Ministarstva financija i HNB-a radi usklađivanja fiskalne i monetarne politike

Ključne riječi: upravljanje javnim dugom, vođenje monetarne politike, tržište državnih vrijednosnica, operacije na otvorenom tržištu

* Primljeno (Received): 30.3.2007.
Prihvaćeno (Accepted): 3.6.2007.

¹ Stajališta izražena u radu osobna su stajališta autorice i ne odražavaju nužno stajališta institucije u kojoj je zaposlena.

1. Uvod

Budući da je u Hrvatskoj pitanje koordinacije upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike nedovoljno obrađeno u znanstvenoj i stručnoj literaturi, a praksa pokazuje da je vrlo važno, izazov je pokušati sagledati određene aspekte te koordinacije.

Prvi dio rada govori o povezanosti politike upravljanja javnim dugom i monetarne politike te o njihovim osnovnim ciljevima. Također se govori o značenju neovisnosti središnje banke u vođenju monetarne politike te se navode primjeri ugrožavanja neovisnosti središnjih banaka nekih zemalja.

U drugom dijelu rada autorica nudi moguća rješenja za koordinaciju upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike te upozorava na određene specifičnosti te koordinacije u tranzicijskim i razvijenim zemljama. Također se ukratko govori o najčešćim uzrocima konflikata politike upravljanja javnim dugom i monetarne politike.

U trećem dijelu rada prikazuje se dosadašnja koordinacija upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj. Ocjenjuje se stupanj neovisnosti HNB-a te se ukratko govori o glavnim preprekama u ostvarivanju bolje koordinacije upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj.

U nastavku se navode najvažnije mjere koje je HNB poduzeo radi olakšavanja upravljanja javnim dugom i bolje koordinacije s Ministarstvom financija te se detaljnije govori o uvođenju operacija na otvorenom tržištu (OOT) kao o najvažnijem koraku ka boljoj koordinaciji vođenja monetarne politike i upravljanja javnim dugom.

U četvrtom dijelu rada govori se o važnosti daljnjeg razvoja tržišta državnih vrijednosnica za unapređenje koordinacije u Hrvatskoj jer se pokazalo da je koordinacija mnogo bolja u zemljama koje su već provele značajne financijske reforme, u kojima je država proračunski deficit svela na razumnu razinu i koje, k tome, imaju dobro razvijeno tržište državnih vrijednosnica.

U zaključnom dijelu rada daju se odgovarajući prijedlozi za unapređenje koordinacije upravljanja dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj.

2. Povezanost politike upravljanja javnim dugom i monetarne politike

Povezanost politike upravljanja javnim dugom i monetarne politike nedvojbeno je pa tako mnogi radovi ističu važnost strukture javnog duga za provođenje optimalne monetarne politike u kratkom i dugom roku (Cosimano i Gapen, 2003). U mnogim zemljama u tranziciji upravo je struktura duga, a ne njegova razina, bila glavnim razlogom financijskih kriza i opće makroekonomske nestabilnosti (Mihaljek, 2002). Kada se govori o strukturi duga, logično se nameće pitanje koja bi struktura duga bila poželjna za postizanje stabilnoga gospodarskog razvoja neke zemlje. Odgovor na to pitanje teško je naći i on umnogome ovisi o smjeru i jačini korelacije između inflacije, realnoga gospodarskog rasta i kamatne stope (Missale, 2000). Missale je u svojoj analizi zaključio da je za usklađivanje s monetarnom politikom, kojoj je osnovni cilj očuvanje stabilnosti cijena, optimalna struktura duga kombinacija dugoročnog duga uz fiksnu kamatnu stopu i inflacijom indeksiranog duga. Takva kombinacija duga povoljno utječe na stabilizaciju deficita, što je za nj osnovni cilj upravljanja dugom.

2.1. Upravljanje javnim dugom

Upravljanje javnim dugom ukratko se može definirati kao skup postupaka i odluka koje se donose radi pribavljanja financijskih sredstava potrebnih državi. Neke od najvažnijih odluka koje se pritom donose jesu one o veličini duga, roku otplate, valutnoj strukturi i sl. Pritom je vrlo važno voditi brigu o riziku i troškovima koji proizlaze iz tih odluka.² Za svaku je zemlju vrlo važno imati dugoročnu strategiju upravljanja dugom, koju se treba izgrađivati s obzirom na svekoliku makroekonomsku situaciju u zemlji.

Temeljni cilj politike upravljanja javnim dugom u većini zemalja jest podmirenje potreba države za financijskim sredstvima, uz preuzimanje razumne razine rizika. Međutim, u nekim je zemljama ispred tog cilja postavljeno minimiziranje troškova upravljanja dugom. Visoko rangirani cilj u mnogim zemljama jest i aktivna potpora makroekonomskoj politici zemlje. Mnogi teoretičari smatraju kako je upravljanje dugom bitno i za vođenje porezne politike (Barro, 1997) jer postojanje duga osigurava državi veći stupanj slobode u vođenju ekonomske politike i smanjenju utjecaja distorzivnih poreza i rasta novčane mase, posebno u razdobljima ekonomskih šokova (Cosimano i Gapen, 2003). Ipak, može se reći da se danas, umjesto nekadašnjeg većeg fokusiranja na proračun radi izbjegavanja velikih promjena poreza, upravljači dugom mnogo više fokusiraju na snižavanje troškova kamata na javni dug te na izbjegavanje velikih fluktuacija u kretanju tih troškova (Wolswijk, de Haan, 2005).

Zakonodavni i institucionalni okvir za upravljanje javnim dugom mora biti takav da zaduženima za upravljanje dugom omogući efikasno ostvarivanje njihovih ciljeva. On također treba pružiti investitorima određena jamstva da će uložena sredstva biti sigurna. Radi što veće odgovornosti u procesu upravljanja dugom često se donose dopunske zakonske odredbe kojima se limitira iznos javnog duga (Carracedo i Dattels, 1997).

2.1.1. Institucionalna rješenja za upravljanje javnim dugom

Postoje tri osnovna institucionalna rješenja za upravljanje javnim dugom.³

Ministarstvo financija upravlja javnim dugom i odgovorno je za taktičke i strateške, ali i za mnoge druge funkcije (Slovenija, Italija). Pritom je središnja banka odgovorna samo za tehničke aspekte upravljanja dugom kao što je prodaja instrumenata duga i vođenje sustava plaćanja i namirenja.

Središnja banka ima najvažniju ulogu u formuliranju politike upravljanja dugom i odgovorna je za stratešku politiku i kratkoročno upravljanje javnim dugom (Danska). Time se osigurava određeni stupanj diskrecije središnje banke u upravljanju dugom, što je važno kada se žele uskladiti procesi upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike.

Mnoge funkcije upravljanja javnim dugom obavlja *poseban ured* ili *agencija za upravljanje dugom* (Švedska, Irska). Tim se rješenjem ostvaruje potpunije razdvajanje fiskalne i monetarne politike od politike upravljanja dugom. Takvi se uredi osnivaju tek posljednjih dvadesetak godina, s izuzetkom Švedske, koja takav ured ima od 1789. godine.

² Više o tome vidjeti u: IMF and World Bank (2003).

³ Više o tome vidjeti u: Carracedo i Dattels (1997).

Ne postoje stroga pravila za podjelu pojedinih funkcija upravljanja dugom. Ministarstvo financija i središnja banka svugdje su u većoj ili manjoj mjeri uključeni u poslove upravljanja dugom, a u nekim se zemljama, osim njih, poslovima upravljanja dugom bavi i samostalna agencija. Definiranje statusa takve agencije nije uvijek jednostavno, a stupanj njezine neovisnosti može varirati, ovisno o trenutačnim zakonskim propisima.

Model upravljanja dugom s posebnom agencijom ima svoje prednosti i nedostatke. Putem takve agencije lakše se može ostvariti jedan od najvažnijih ciljeva upravljanja dugom – minimiziranje troškova, jer su osobe koje rade u takvoj agenciji obično usko specijalizirane i vrlo dobro upućene u stanje na tržištu, pa lakše mogu predvidjeti i eventualne promjene tog stanja. Osnivanjem takve agencije svaka vlada jasno daje do znanja da upravljanje dugom ne smatra dijelom vođenja monetarne politike, za koje je isključivo nadležna središnja banka, već da je to zaseban posao koji ima veliko značenje za državne financije.

Nasuprot tome, u zemljama u kojima je financijsko tržište nedovoljno razvijeno, posebna agencija za upravljanje dugom može više zakomplicirati nego pomoći boljoj koordinaciji upravljanja javnim dugom i vođenjem monetarne politike.⁴ Zato se u tim zemljama ne osnivaju posebne agencije već se upravljanje dugom zadržava unutar ministarstva financija, uz usku suradnju sa središnjom bankom (Kalderen, 1997).

Bitno je reći da, bez obzira na to koje se institucionalno rješenje odabere za upravljanje dugom, to ne isključuje u potpunosti ostale institucije jer se u mnogim slučajevima pojedine funkcije i aktivnosti isprepleću i dopunjuju. Zbog toga je vrlo važna dobra suradnja između svih tih institucija i koordinacija njihovih aktivnosti.

2.1.2. Transparentnost i odgovornost za upravljanje javnim dugom

Vrlo je važna podjela odgovornosti između ministarstva financija, središnje banke i, ako postoji, posebne agencije u smislu obavljanja svih poslova vezanih za upravljanje dugom. Transparentnost i jasna pravila vođenja operacija središnje banke i ministarstva financija bitno pomažu u rješavanju konflikata između monetarne politike i politike upravljanja dugom te smanjuju nesigurnost investitora, snižavaju njihove transakcijske troškove i, u konačnici, pomažu državi da smanji troškove servisiranja duga (IMF i World Bank, 2003).

Ciljevi upravljanja dugom trebali bi biti jasni i dostupni javnosti, a sve metode kojima se mjere rizik i troškovi trebale bi biti detaljno objašnjene. Vrlo je bitno da javnosti budu stalno dostupne sve informacije o proračunskim aktivnostima, uključujući načine njihova financiranja. Zato je najbolje da se svi podaci o domaćem programu zaduživanja redovito objavljuju. Razvijene zemlje veliku pozornost pridaju osiguranju transparentnosti politike upravljanja dugom pa tako i zemlje koje su tek nedavno ušle u EU, kao npr. Mađarska, redovito objavljuju programe aukcija državnih vrijednosnih papira.⁵

Vlada bi trebala redovito objavljivati informacije o valutnoj i kamatnoj strukturi duga i financijske imovine te o strukturi dospijeca. Posebno je važno informirati javnost i o svim

⁴ Iz toga se može zaključiti da je za Hrvatsku postojeće rješenje upravljanja javnim dugom u okviru Ministarstva financija zasada sasvim dobro.

⁵ Vidjeti web stranicu: <http://www.akk.hu/>

uvjetnim obvezama države, kao i o poreznom tretmanu državnih obveznica kada ih država prvi put emitira. Sve aktivnosti vezane za upravljanje dugom trebale bi biti podložne godišnjoj vanjskoj reviziji. U nekim zemljama postoji i službeno tijelo za nadzor svih državnih transakcija i ono izrađuje redovita izvješća o zakonitosti obavljanja tih transakcija.⁶

2.2. Monetarna politika: značaj neovisnosti središnje banke

Osnovni je cilj monetarne politike u većini zemalja očuvanje stabilnosti cijena jer je ta stabilnost osnova za ostvarivanje gospodarskog rasta, visokog stupnja zaposlenosti i poboljšanja životnog standarda.⁷

U mnogim nerazvijenim zemljama središnje su banke još uvijek pod snažnim utjecajem države i jedna od njihovih zadaća jest i kreditiranje države, uz minimalnu kamatnu stopu. Naravno, takvo financiranje države potpuno je protivno tržišnim načelima, koja zahtijevaju da svi, pa tako i država, sve svoje financijske potrebe moraju podmirivati na tržištu, a uz jednake uvjete. I Ugovor iz Maastrichta u članku 107. zabranjuje središnjim bankama da financiraju državu i jamči neovisnost Europske središnje banke (dalje: ECB) te središnjih nacionalnih banaka svih zemalja članica. Središnje banke zemalja članica EU ne smiju tražiti ni primati nikakve instrukcije od vlade ili bilo koje druge institucije EU, a sve te institucije trebaju se suzdržavati od bilo kakvog utjecaja na politiku ECB-a ili nacionalnih banaka (Ugovor iz Maastrichta – Ugovor o Europskoj uniji, 1992, Maastricht). Zanimljivo je naglasiti da se u raspravama o obvezama i odgovornostima institucija za upravljanje dugom i monetarno upravljanje uvijek naglašava važnost neovisnosti središnje banke o ministarstvu financija ili drugoj instituciji zaduženoj za upravljanje javnim dugom. Zašto je ta neovisnost tako bitna, dobro pokazuje primjer Italije, u kojoj su tijekom 1970-ih godina zbog dugogodišnje ekspanzivne monetarne politike i mogućnosti kreditiranja države od središnje banke uvelike narasli monetarni agregati. Zbog toga je 1981. godine donesena važna odluka o institucionalnom odvajanju ministarstva financija i središnje banke, nakon čega je zaustavljen snažan rast monetarnih agregata.⁸ Takav ili sličan scenarij postojao je i u mnogim drugim zemljama, pa se može zaključiti da je za ostvarivanje temeljnog cilja monetarne politike – očuvanje stabilnosti cijena, iznimno važna neovisnost središnje banke o ministarstvu financija ili o posebnoj instituciji za upravljanje javnim dugom.

Najsnažniji poticaj odvajanju politike upravljanja dugom i monetarne politike proizlazi iz Maastrichtskog ugovora, koji zabranjuje zaduživanje države kod središnje banke. Ipak, unatoč tome, još uvijek postoje politički pritisci na središnje banke i njihovu monetarnu politiku, pa je tako i ECB zbog svoje politike kamatnih stopa i snage eura često meta kritika nacionalnih vlada zemalja EU.⁹

Jedan od drastičnih primjera prijetnji neovisnosti središnje banke dogodio se u Njemačkoj u prosincu 2004. godine, kada je ministar financija, zbog golemoga proračunskog de-

⁶ U Hrvatskoj postoji posebno tijelo za kontrolu raspolaganja proračunskim sredstvima – Državna revizija, koju je osnovao Hrvatski sabor, a postoji i Saborski odbor za ocjenu sukoba interesa državnih dužnosnika.

⁷ Taj cilj vođenja monetarne politike naveden je i u poglavlju 2, članku 105. Ugovora iz Maastrichta.

⁸ Više o tome vidjeti u: Santini (1997).

⁹ Više o tome vidjeti u: Brione (2005).

ficita, tražio od Bundesbanka da proda cijelu kvotu zlata iz Ugovora Europskih središnjih banaka o zlatu i na taj način priskrbi državi približno milijardu eura. Bundesbank ipak nije podlegao tim pritiscima i savjet te banke je donio jednoglasnu odluku da u 2004. godini neće prodavati zlato. Čak se i u razvijenoj i demokratskoj zemlji poput Finske povremeno pojavljuju pritisci na središnju banku, pa je tako krajem 2003. godine Ministarstvo financija predložilo da se središnja banka zakonom obveže da će svoj cjelokupni ostvareni profit (umjesto dotadašnje polovice), transferirati državi. Ipak, taj prijedlog nije prošao jer su središnja banka Finske i ECB smatrale da bi takva mjera umanjila sposobnost središnje banke da spriječi financijske krize u zemlji i okruženju (Brione, 2005).

Iako bi se iz navedenoga moglo zaključiti da zahtjev za neovisnošću središnje banke nije konzistentan ni sa kakvom povezanošću s politikom upravljanja javnim dugom, kao ni s potrebom koordinacije s politikom upravljanja dugom, ipak nije tako. Unatoč potrebi za neovisnošću, to nikako ne znači da središnja banka ne smije obavljati nikakve funkcije vezane za upravljanje javnim dugom. Dapače, među funkcijama središnjih banaka razvijenih zemalja navode se i one koje se odnose na određenu odgovornost za upravljanje dugom. Naravno, ta odgovornost ne smije biti u suprotnosti s osnovnim ciljem središnje banke – očuvanjem stabilnosti cijena. Minimum te odgovornosti jest:

- *savjetodavna funkcija* – središnja banka informira ministarstvo financija o likvidnosti bankarskog sustava, kretanju kamatnih stopa, monetarnih i kreditnih agregata. Te su informacije vrlo važne i za donošenje odluka o načinu financiranja deficita i za postizanje ciljeva monetarne politike.
- *funkcija agenta pri emisiji* – središnja banka u mnogim zemljama upravlja aukcijama državnih vrijednosnica te organizira i vodi sustav namire i plaćanja
- *funkcija fiskalnog agenta* – središnja banka obavlja plaćanja i naplate u ime države pa time djeluje kao državni blagajnik.¹⁰

Dakle, središnja banka može obavljati neke funkcije vezane za upravljanje javnim dugom jer tako ostvaruje i bolju koordinaciju s politikom upravljanja javnim dugom te osigurava i ostvarenje svojih ciljeva. Najvažnije je da pritom ni na koji način ne smije izravno financirati državu, a država ne smije raditi nikakve pritiske na središnju banku u smislu vođenja monetarne politike (kamata, tečaja).

3. Moguća rješenja za koordinaciju upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike

3.1. Osnovni preduvjeti za dobru koordinaciju

Osnovni preduvjeti za dobru koordinaciju jesu razvijenost financijskog tržišta, neovisnost središnje banke i transparentnost fiskalne politike.

Kakva će biti koordinacija u pojedinoj zemlji, ovisi o mogućnostima ispunjavanja navedenih preduvjeta.

U većini zemalja postoje formalna i neformalna rješenja za koordinaciju i razmjenu informacija među fiskalnim i monetarnim agencijama, te eksplicitna i implicitna rješenja

¹⁰ Više o tome vidjeti u: Blommestein i Thunholm (1997).

koordinacije. Eksplicitna su rješenja nužna u zemljama koje nemaju dovoljno razvijeno tržište državnih vrijednosnica. Implicitna koordinacija postoji u zemljama s razvijenim financijskim tržištima i provodi se na njima kako bi se uskladili ciljevi upravljanja dugom i vođenja monetarne politike. Koordinacija je mnogo teža u zemljama u kojima je financijsko tržište nedovoljno razvijeno jer su tada i izvori financiranja države ograničeni, što ograničava i neovisnost središnje banke.

Ako bi sve okolnosti bile idealne, proces usklađivanja ciljeva i akcija tih politika mogao bi se provesti bez većih problema. Tada bi financijsko tržište funkcioniralo kao disciplinirani mehanizam koji bi slao pravodobne i točne signale donositeljima odluka i olakšao im usklađivanje njihovih politika. Budući da je idealne uvjete vrlo teško postići, potrebno je kreirati odgovarajuće aranžmane za koordinaciju upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike.

3.2. Specifičnosti koordinacije u zemljama u tranziciji

U ekonomijama u tranziciji, u kojima financijsko tržište najčešće nije dovoljno razvijeno, razvoj tog tržišta zajednički je cilj monetarnih i fiskalnih vlasti, pa monetarno upravljanje i upravljanje javnim dugom ne bi trebali biti potpuno odvojeni. Ako su, kao u Hrvatskoj, ti segmenti odvojeni, morala bi postojati dobra koordinacija ciljeva i instrumenata monetarne politike i politike upravljanja dugom.

Zašto je koordinacija važna, vidi se iz sljedeće tablice.

Tablica 1. Proračunsko ograničenje i koordinacija politika

Fiskalna politika	Upravljanje dugom	Monetarna politika
$D_t =$	$(B_t - B_{t-1}) +$	$(M_t - M_{t-1})$ (1)

Izvor: Sundararajan, Dattels i Blommestein (1997:7).

Tablica jasno pokazuje da je nužna koordinacija među tim politikama jer su glavni elementi fiskalne politike (veličina proračunskog deficita), upravljanja dugom (emisija javnog duga) i monetarne politike (stopa rasta novčane mase) međusobno povezani. Izraz (1) pokazuje da proračunski deficit u tekućem razdoblju (D_t) mora biti financiran ili neto prodajom obveznica ($B_t - B_{t-1}$) javnosti (bankama, poduzećima i pojedincima) ili pak kreditiranjem države od središnje banke, što rezultira rastom novčane mase ($M_t - M_{t-1}$). Treba reći da ta jednakost uvelike pojednostavnjuje stvarnost jer se u većini zemalja novčana masa ne kreira isključivo kreditiranjem države od središnje banke, a u primjeru Hrvatske uopće se ne kreira na taj način. Ipak, taj je model osnova za razumijevanje međusobne ovisnosti tih važnih politika. Sve dok te tri politike ne mogu biti potpuno neovisne, povećava se potreba njihove koordinacije. Tri su primjera koordinacije s različitim implikacijama.

Prvi, monetarne su vlasti u poziciji da određuju ponudu novca, a time i veličinu monetarne baze M_t $t = 1, 2, 3, \dots$, u skladu sa svojim ciljem, kontrolom inflacije. Deficit tada

ovisi o monetarnim ciljevima i financijskim mogućnostima. Takvo rješenje zahtijeva da središnja banka ima operativnu autonomiju u određivanje monetarne baze i da postoji dovoljan stupanj koordinacije i fiskalne discipline da bi se zadržala fiskalna ravnoteža.

Drugi, fiskalne vlasti određuju visinu deficita D_t , $t = 1, 2, 3, \dots$, a monetarne vlasti tada osiguravaju količinu novčane mase koja je potrebna da se financiraju proračunski deficiti. Posljedica toga je da osnovni cilj središnje banke, a to je održavanje stabilnosti cijena, može biti ugrožen, osobito kada je fiskalni deficit visok u odnosu prema stabilizacijskim ciljevima i kada su mogućnosti za emisiju duga izvan središnje banke vrlo ograničene. To je tipično za mnoge zemlje u tranziciji.

Treći, fiskalne i monetarne vlasti donose neovisne odluke o veličini fiskalnog deficita i monetarne baze. Na dobro razvijenim tržištima državnih vrijednosnica deficit se financira na neinflatoran način – prodajom obveznica B_t , $t = 1, 2, 3, \dots$, izvan središnje banke, poslovnim bankama i nebankarskim institucijama i pojedincima. U takvoj se situaciji kamatne stope i tečajevi formiraju u skladu s trenutanim kretanjima na tom razvijenom financijskom tržištu.

Situacija opisana u trećem primjeru bila bi poželjna, ali često nije realna u zemljama u tranziciji jer je zbog nerazvijenog financijskog tržišta nemoguće utvrditi deficit i neovisno utjecati na ponudu novca. Zemlje u tranziciji, koje još uvijek imaju sličnu situaciju kao što je ona opisana u drugom primjeru, radi koordinacije fiskalne i monetarne politike moraju voditi brigu ne samo o usklađivanju ciljeva tih politika već i o razvoju financijskog tržišta.

Kao zaključak ovog dijela rada može se reći da su u zemljama u tranziciji stabilizacija i razvoj financijskog tržišta zajednički cilj monetarne politike i politike upravljanja dugom, pa te dvije politike ne bi trebale biti strogo odvojene, a ako ipak jesu, mora postojati dobra koordinacija svih aktivnosti kojima će se taj cilj ostvariti.

3.2.1. Institucionalni i operativni aranžmani za bolju koordinaciju

Koordinacija fiskalne i monetarne politike te politike upravljanja dugom nije moguća bez konkretnih institucionalnih i operativnih aranžmana od kojih su najvažniji:¹¹

- ograničavanje središnje banke u kreditiranju države, čime se mogu smanjiti potencijalni sukobi između središnje banke i ministarstva financija
- osnivanje određenog tijela koje bi koordiniralo opseg emisije duga na primarnom tržištu i ciljeve monetarne politike
- operativni aranžmani o razmjeni informacija i prognozama kretanja državne bilance
- zajedničko djelovanje središnje banke i ministarstva financija u poticanju razvoja sekundarnog tržišta državnih vrijednosnica.

Sekundarna tržišta koja dobro funkcioniraju vrlo su važna za ministarstvo financija jer stimuliraju potražnju i bez većih teškoća apsorbiraju i veću emisiju obveznica. Zbog svega toga u mnogim zemljama središnja banka i ministarstvo financija zajedničkim aktivnostima potiču razvoj sekundarnog tržišta.¹²

¹¹ Ibidem.

¹² Primjer Slovenije, u kojoj je suradnjom Ministarstva financija i središnje banke 2002. godine pokrenuto organizirano OTC tržište trezorskim zapisima.

U tranzicijskoj fazi, u kojoj se još uvijek nalazi i Hrvatska, središnja banka treba dalje razvijati operacije na otvorenom tržištu, što zahtjeva svakodnevne izravne kontakte sa sudionicima tržišta i intenzivniju koordinaciju svih instrumenata vođenja monetarne politike. Vrlo je važna i razmjena informacija između središnje banke i ministarstva financija kako bi se moglo pratiti i prognozirati kretanje bilance državnih prihoda i rashoda.

U razvijenoj fazi, u kojoj je financijsko tržište već prilično produbljeno, ciljevi vođenja monetarne politike i upravljanja javnim dugom mogu biti odvojeni jer dobru koordinaciju osiguravaju tržišne operacije i tržišni signali, a daljnji razvoj tržišnih institucija i instrumenata sve više smanjuje mogućnost sukoba.

Kad je riječ o djelovanju na primarnom tržištu, postoje tri aranžmana za upravljanje dugom i monetarno upravljanje.

Prvi, primarno tržište koristi se i za monetarno upravljanje i za upravljanje javnim dugom, ali uz različite instrumente.¹³ Kao monetarni instrumenti služe vrijednosni papiri središnje banke (u HNB-u to su blagajnički zapisi), specijalni depoziti u središnjoj banci (obvezna pričuva), posebna izdanja trezorskih zapisa ili kreditne aukcije, a za upravljanje javnim dugom koriste se samo državne vrijednosnice.

Drugi, primarno tržište koristi se samo za emisiju državnih vrijednosnica, a središnja banka djeluje samo na sekundarnom tržištu i to operacijama s visokokvalitetnim državnim vrijednosnicama na otvorenom tržištu. Takvo se rješenje primjenjuje u većini razvijenih zemalja.

Treći, primarno tržište državnih vrijednosnica koristi se i za upravljanje dugom i za monetarno upravljanje. Takav se model zbog nerazvijenosti sekundarnog tržišta primjenjuje u većini tranzicijskih zemalja i zemalja u razvoju.

Najveća potreba za koordinacijom postoji u trećem aranžmanu, koji je svojstven većini zemalja u razvoju, dok drugi aranžman zahtijeva niži stupanj koordinacije između monetarne politike i politike upravljanja dugom. Za zemlje u tranziciji, u kojima tržište državnih vrijednosnica nije dovoljno razvijeno, najbolje je odabrati prvi aranžman, u kojemu je najvažnije jasno definirati zajedničke i pojedinačne odgovornosti monetarne politike i politike upravljanja javnim dugom. Čini se da je problem u Hrvatskoj upravo u tome što je prihvatila takav model, a nije jasno definirala zajedničke i pojedinačne odgovornosti za upravljanje dugom i monetarno upravljanje.

3.3. Razvijene zemlje

Koordinacija politike upravljanja dugom i monetarne politike nezaobilazna je tema i u razvijenim zemljama, pa u tom smjeru idu i utvrđeni kriteriji iz Maastrichta koji svakoj zemlji članici EU određuje da svoj proračunski deficit ograniči na 3% BDP-a, ukupni javni dug na 60% BDP-a, a inflaciju na najnižu moguću razinu (oko 2%). Ti postoci nisu slučajno odabrani. Naime, ako se krene od pretpostavke da zemlje članice EU u prosjeku imaju nominalnu stopu rasta BDP-a od oko 5%, što je rezultat 3-postotnoga realnog rasta i prosječne inflacije od 2%, veza između 3 i 60% postaje mnogo jasnija. Gledano matema-

¹³ Takav se model formalno još uvijek primjenjuje u Hrvatskoj, ali je posljednja aukcija blagajničkih zapisa održana još 23. travnja 2004. godine i time se Hrvatska polako približava drugome modelu, koji primjenjuje i većina razvijenih zemalja.

tički, 3% je točno 5% od 60%, a ekonomski gledano, državi s nominalnim rastom BDP-a od 5% i proračunskim manjkom od 3% BDP-a javni će se dug u dugom roku stabilizirati na razini od 60% (Orban i Szapary, 2004). Iako ti kriteriji konvergencije nisu proizvoljno utvrđeni, njihov se izbor u mnogim zemljama EU dovodi u pitanje, i to zbog više razloga. Najvažniji su razlozi da su ti kriteriji prilično restriktivni i za same članice EU i da se zemlje bitno razlikuju po ekonomskoj strukturi i početnim uvjetima, pa ono što je optimalno za jednu, ne mora biti optimalno i za drugu ekonomiju (Švaljek, 1997).

Navedene kriterije teško je ostvariti bez dobre suradnje i koordinacije između fiskalne, monetarne i politike upravljanje dugom. Nedostatak koordinacije tih politika može dovesti do makroekonomske nestabilnosti i nesigurnosti za privatni sektor te do veće inflacije od planirane, čime svi nositelji tih politika gube svoj kredibilitet. Za ilustraciju, ako se, primjerice, tekuća državna potrošnja ne financira iz tekućih poreznih i neporeznih prihoda države, već visokim deficitom i javnim dugom, vrlo brzo može narasti agregatna potražnja, a time i inflacija. Stoga je poželjno da se i država, uz jednake uvjete kao i svi ostali sektori, zadužuje isključivo na tržištu. Ipak, i preveliko zaduživanje države kod banaka često je ključni činitelj koji utječe na opću monetarnu ekspanziju, pa su i zbog toga potrebne odgovarajuće fiskalne prilagodbe koje će zaustaviti tu ekspanziju. Ako se prilagodbe ne ostvare, a poduzmu se određene mjere za zaustavljanje monetarne ekspanzije, najveću cijenu platit će privatni sektor, koji će biti istisnut s tržišta kredita. Na taj se način može i usporiti gospodarski rast, što je krajnja posljedica loše koordinacije tih važnih politika.

Većina razvijenih zemalja veliku pozornost pridaje pitanjima koordinacije monetarne politike i politike upravljanja dugom, pa tako u Velikoj Britaniji središnja banka savjetuje državnu riznicu u pitanjima koordinacije te u ime riznice vodi tržišne operacije s državnim vrijednosnicama. U Irskoj se redovito sastaje radna grupa na najvišoj razini ministarstva financija, središnje banke i agencije za upravljanje dugom kako bi se što bolje uskladile monetarna politika i politika upravljanja dugom. U Švedskoj je Ured za upravljanje dugom zakonski obavezan sastajati se i dogovarati sa središnjom bankom o monetarnoj politici. I u Švedskoj postoje dvije komisije za koordinaciju, za domaći i za inozemni dug (Crona, 1997).

Dakle, unatoč tome što je u tim zemljama financijsko tržište iznimno razvijeno i koordinacija se uglavnom ostvaruje djelovanjem tržišnih mehanizama, i dalje postoji potreba za koordinacijom ovih važnih politika.

3.3.1. Osnivanje radnih grupa za koordinaciju

Radi koordinacije upravljanja dugom i vođenja monetarne politike, u mnogim se zemljama osnivaju formalne ili neformalne radne grupe. Grupe imaju važnu ulogu u smanjivanju ili potpunom uklanjanju sukoba ciljeva središnje banke, ministarstva financija i agencije za upravljanje dugom, a čine ih visoki predstavnici tih institucija. Nadležnost takvih koordinacijskih tijela razlikuje se od zemlje do zemlje, ali većinom su im zajedničke ove aktivnosti:

- planiranje prodaje državnih vrijednosnica, uključujući postavljanje kvartalnih i godišnjih ciljeva, za što je potrebno dobro procijeniti državne prihode i rashode. Pritom je nužno voditi brigu o ciljevima monetarne politike
- suradnja i konzultacije s financijskim institucijama o njihovim preferencijama vezanim za obilježja postojećih instrumenata duga

- rasprava o korištenju instrumentima duga u monetarne svrhe i o modernizaciji tržišta državnih vrijednosnica
- rasprava o potrebnim promjenama na primarnom tržištu, uključujući postupke i učestalost aukcija te planiranje uvođenja novih instrumenata (Leite, 1992).

Osim takvih mješovitih radnih grupa, središnja banka često osniva i svoju internu grupu za monetarno upravljanje, koja treba osigurati usklađivanje različitih činitelja koji utječu na kretanje pričuva banaka i ponude novca kako ne bi bila narušena stabilnost monetarnog sustava. Svakodnevno provođenje tržišnih intervencija obično se povjerava odjelu za monetarne operacije u središnjoj banci.¹⁴ Kako se razvija tržište, raste i potreba za svakodnevnom razmjenom informacija među odjelima za provođenje monetarnih operacija i institucije za upravljanje javnim dugom.

3.4. Zašto nastaju sukobi i mogu li se izbjeći boljom koordinacijom?

Do sukoba politike upravljanja dugom i monetarne politike dolazi jer je upravljanje dugom ponajprije usmjereno na pronalaženje kompromisa između troškova i rizika, dok je monetarna politika obično usmjerena na očuvanje stabilnosti cijena. Navodimo najčešća područja potencijalnog sukoba između upravljanja dugom i monetarne politike.

Razina kamatnih stopa. U uvjetima velikog rasta monetarnih agregata i opasnosti od inflacije središnja banka često, radi sprečavanja inflacije, poduzima mjere kojima utječe na rast kamatnih stopa. To može biti u suprotnosti s namjerama fiskalnih vlasti da se uz što povoljnije uvjete zaduže na domaćem tržištu.

Rastuće zaduživanje države na financijskom tržištu. Središnje banke često upozoravaju državu da svako njezino zaduživanje, bez obzira za koju svrhu, ima i monetarne učinke koje svakako treba uzeti u obzir. Na primjer, prodaja velike količine državnih vrijednosnica može dovesti do prevelikog rasta depozita države, a time i do opasnosti prevelikog rasta državne potrošnje te inflacije. Zato je važno da središnja banka dobije pravodobnu informaciju o planiranom zaduživanju i da navrijeme intervenira kako bi ostvarila svoj temeljni cilj – očuvanje stabilnosti cijena.

Sličnost instrumenata monetarne politike i politike upravljanja javnim dugom te djelovanje na istom segmentu tržišta. Izdavanjem sličnih instrumenata u različite svrhe (instrumenti monetarne politike izdaju se radi upravljanja likvidnošću sustava, a instrumenti upravljanja javnim dugom radi pribavljanja financijskih sredstava potrebnih državi) “zbuñuje” sudionike zajedničkog tržišta i stvara nepotrebnu konkurenciju tih instrumenata. Ako se istodobno emitiraju vrijednosnice središnje banke i državne vrijednosnice, može nastati sukob monetarnih vlasti i institucije za upravljanje dugom u smislu koordinacije njihova dospijeca. Zbog toga bi bilo poželjno ograničiti dospijeca vrijednosnica središnje banke na kraće razdoblje (najbolje 1-3 mjeseca)¹⁵, a dospijeca državnih trezorskih zapisa ostaviti dužim (3 do 6 mjeseci). Takvim se rješenjem znatno smanjuje izravna konkurencija između trezorskih zapisa i vrijednosnica središnje banke. Zbog toga je i HNB prestao izdavati blagajničke zapise dospijeca sličnog dospijecu trezorskih zapisa Ministarstva financija.

¹⁴ U HNB-u također postoji takav odjel.

¹⁵ To je razdoblje dovoljno za ostvarenje cilja vođenja monetarne politike – upravljanja likvidnošću.

Sada HNB može izdavati blagajničke zapise s kratkim dospeljećem (35 dana), a Ministarstvo financija trezorske zapise s dužim rokom dospeljeća (91, 182 i 364 dana).

Sukobe između te dvije politike vrlo je teško potpuno izbjeći zato što su im neki ciljevi katkad u suprotnosti (posebno razina kamatne stope) ali bi, boljom koordinacijom njihovih aktivnosti i utvrđivanjem zajedničkih ciljeva, ti sukobi mogli biti mnogo rjeđi.

3.5. Razvoj tržišta državnih vrijednosnica kao preduvjet za bolju koordinaciju

Razvoj tržišta državnih vrijednosnica pozitivno utječe na ostvarenje ciljeva monetarne politike i politike upravljanja dugom jer osigurava veću transparentnost i predvidivost politike upravljanja javnim dugom, čime se onda olakšava i provođenje monetarne politike. Veza između tržišta državnih vrijednosnica i ostvarenja ciljeva politike upravljanja dugom i monetarne politike višestruka je, što je vidljivo iz sljedećega.

- Kao agenti za prikupljanje financijskih sredstava za potrebe države, osobe koje upravljaju dugom zainteresirane su za dobro funkcioniranje tržišta državnih vrijednosnica i za njegovu efikasnost, a sve to s ciljem minimiziranja troškova servisiranja duga.
- Kao institucija nadležna za provođenje monetarne politike, središnja banka nastoji promovirati efikasno utvrđivanje kamatnih stopa kao važnog elementa transmisivskog mehanizma monetarne politike. Budući da središnja banka često intervenira putem tržišta državnih vrijednosnica, dobro funkcioniranje tog tržišta vrlo je važno za ostvarivanje ciljeva monetarne politike.
- Monetarne, fiskalne i ostale regulatorne vlasti imaju zajednički interes razvoja efikasnog tržišta državnih vrijednosnica, a sve radi postizanja makroekonomske stabilnosti (Dattels, 1995).

Razvoj efikasnog tržišta državnih vrijednosnica u interesu je i privatnoga i javnog sektora i možemo ga smatrati javnim dobrom što koristi svima koji plaćaju porez jer osigurava niže troškove servisiranja duga, a koristi i cjelokupnom financijskom sektoru jer promovira sigurne i djelotvorne oblike štednje i investiranja.

Za dobro funkcioniranje tržišta vrlo je važno odabrati i tržišnu strukturu koja najbolje odgovara potrebama i mogućnostima svake zemlje. Tržišne se strukture sve više mijenjaju i od aukcijsko-agencijskih tržišta u praksi sve češće djeluju dilerska. U brojnim zemljama takav trend potiče i država, u čijem je interesu postojanje specijaliziranih primarnih dilera državnih vrijednosnica, koji olakšavaju provođenje monetarnih operacija i operacija upravljanja dugom.¹⁶

Budući da se stalno pojavljuju nove vrste državnih vrijednosnica (derivati, opcije), a i tehnologija je sve naprednija, i tržišna se struktura mora prilagođavati tome pa tako većina razvijenih tržišta ima elektronički sustav trgovanja. U nekim zemljama različite tržišne strukture služe različitim tržišnim segmentima, pa se, na primjer, uvode odgovarajući sustavi za poticanje ulaganja malih investitora u državne vrijednosnice.¹⁷

¹⁶ Irska ima posebno dobro organiziran sustav primarnih dilera državnih vrijednosnica.

¹⁷ U Španjolskoj je, na primjer, Madridska burza uvela kompjutorski sustav koji omogućuje brži pristup i transparentno trgovanje malim investitorima, a u Italiji je Rimska burza uvela elektroničko aukcijsko tržište za "strpljivo" trgovanje državnim vrijednosnicama na malo.

Zemlje u kojima državne vrijednosnice pretežno drži i njima trguje sektor kućanstava, trebali bi imati aukcijsko-agencijsko tržište, koje je transparentno i omogućuje niske transakcijske troškove dok je u zemljama u kojima državne vrijednosnice većinom drže specijalizirane institucije s velikim portfeljom vrijednosnica i koji traže hitno obavljanje transakcija, najbolje rješenje dilersko tržište (Dattels, 1995).

U zemljama eurozone državne se vrijednosnice često prodaju putem sindikata financijskih institucija, koji su dobra alternativa aukcijama i u zemljama s nedovoljno razvijenim financijskim tržištem. Naime, u zemljama u kojima ne postoji likvidno sekundarno tržište država mnogo teže utvrđuje cijenu koja će biti prihvatljiva za novu emisiju državnih vrijednosnica, pa su onda sindikati (ili neki slični potpisnički ugovori) vrlo učinkoviti u minimiziranju rizika plasmana državnih vrijednosnica¹⁸. Ipak, danas je sve više zemalja koje se koriste mrežom primarnih dilera za distribuciju državnih vrijednosnica. Tako i Ministarstvo financija planira tijekom 2007. početi uvoditi sustav primarnih dilera jer smatra da će se time postići veća likvidnost tržišta, čime se pridonosi utvrđivanju referentne krivulje prinosa, što u konačnici rezultira optimizacijom troškova zaduživanja države (Ministarstvo financija, 2007). Ta namjera Ministarstva financija može se ocijeniti korakom naprijed u koordinaciji s monetarnom politikom jer je bolja likvidnost tržišta i manje oscilacije kamatnih stopa i u interesu HNB-a. U Sloveniji je tako suradnjom središnje banke i Ministarstva financija 2002. godine uveden sustav primarnih dilera trezorskih zapisa, a već nakon šest mjeseci troškovi zaduživanja države smanjili su se za 2 postotna boda. Osim pada kamatnih stopa, i krivulja prinosa postala je manje strma, tj. gotovo vodoravna, što znači da se znatno smanjila ročna premija (Dolenc, 2003). Uvođenje primarnih dilera donosi niz prednosti, ali i određene rizike. Nedvojbeno je da se takvim sustavom prodaje državnih vrijednosnica osigurava široka baza investitora i poboljšava likvidnost tržišta. Ali ako se odabere takav sustav, moraju postojati objektivni kriterij za odabir primarnih dilera te moraju biti jasno utvrđena njihova prava i obveze kako ne bi bilo zloupotreba (Glaessner i Ladekarl, 2001).

4. Dosadašnja koordinacija u Hrvatskoj: planirana aktivnost ili stihijski proces?

Koordinacija ciljeva, instrumenata i institucionalnih rješenja u upravljanju javnim dugom i u monetarnom upravljanju posebno je važna u zemljama u tranziciji, kao što je i Hrvatska. U zemljama u kojima postoji stroga institucionalna podjela ciljeva i odgovornosti za upravljanje dugom i monetarno upravljanje i koje imaju dobro razvijeno financijsko tržište, ta se koordinacija ostvaruje djelovanjem tržišnih mehanizama, pa se važnost formalne koordinacije bitno smanjuje. Budući da Hrvatska još uvijek nema dovoljno razvijeno i uređeno financijsko tržište, potrebna je bolja koordinacija upravljanja dugom i vođenja monetarne politike, posebno na operativnoj razini.

Čini se da u Hrvatskoj od uspostave neovisnosti do danas nije pridana dovoljna pozornost koordinaciji upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike. Tako su posljednjih petnaestak godina te dvije važne politike vođene neovisno, iako su instrumenti koji su pritom primjenjivani (blagajnički i trezorski zapisi) bili vrlo slični i djelovali su na istom segmentu nedovoljno razvijenoga financijskog tržišta. Takvo odvajanje politi-

¹⁸ Ta se tehnika prodaje državnih vrijednosnica primjenjuje i u Hrvatskoj.

ke upravljanja dugom i monetarne politike potpuno je prihvatljivo, pa čak i poželjno, ali uz uvjet da se ostvari dobra koordinacija politike upravljanja dugom i monetarne politike. Koordinacija ciljeva, instrumenata, institucionalnih i operativnih aranžmana između upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike nije važna samo radi izbjegavanja potencijalnih sukoba nadležnosti, već i stoga što se zajedničkim djelovanjem, razmjennom informacija i tehničkom suradnjom može ubrzati proces izgradnje tržišta, proširiti manevarski prostor fiskalne i monetarne politike, poticati štednja i, kao rezultat svega toga, podržavati makroekonomska stabilnost zemlje (Babić i sur., 2001).

Ipak treba reći da je posljednjih nekoliko godina učinjen znatniji pomak u toj koordinaciji, kako u formalnome, tako i u praktičnom smislu. Formalno je tome najviše pridonio postojeći Zakon o HNB-u, kojim je zabranjeno izravno zaduživanje države u HNB-u, ali je ujedno otvorena mogućnost provođenja operacija na otvorenom tržištu, koje će na indirektan način proširiti mogućnosti zaduživanja države na domaćem tržištu. Također se može zaključiti da je korak naprijed u koordinaciji bila i odluka HNB-a o ukidanju redovitog izdavanja blagajničkih zapisa¹⁹ istog dospijeća kakvo je bilo i dospijeće trezorskog zapisa Ministarstva financija. Moglo bi se također reći da je ta mjera vjerojatno bila motivirana i zajedničkom željom HNB-a i Ministarstva financija da ti papiri ne konkuriraju jedan drugome, da se poveća potražnja trezorskih zapisa, te da se upravljanje javnim dugom više usmjeri na domaće tržište.

U današnjim odnosima Ministarstva financija i HNB-a najveći je problem nedovoljna komunikacija, ali i nepovjerenje koje se povremeno pojavljuje između te dvije institucije. Iako se u zajedničkim izjavama tijekom formalnih susreta naglašava dobra suradnja, u praksi je to često sasvim drugačije. Tako je u svibnju 2005. godine Ministarstvo financija vrlo burno reagiralo na Odluku Savjeta HNB-a o povećanju granične devizne pričuve na inozemno zaduženje s 30 na 40%. Naime, iz HNB-a se često upozoravalo na rast inozemnog duga (Rohatinski, 2004; 2005), koji bi mogao ugroziti financijsku stabilnost zemlje, a budući da ta upozorenja nisu urodila plodom, HNB je poduzeo odgovarajuće mjere. Ipak, iz Ministarstva financija stizala su mišljenja da se HNB prije uvođenja te mjere trebao konzultirati s Ministarstvom i da je zakasnio s donošenjem te mjere koja bi, u trenutku kada se država sve više okreće domaćem tržištu, mogla utjecati na rast kamatnih stopa i ponovno okretanje države inozemnom zaduživanju (Ministarstvo financija, 2005). Suprotno tome, stajalište HNB-a je da su navedene restriktivne mjere monetarne politike poduzete radi ispunjenja osnovnih elemenata politike definirane postojećim *stand-by* aranžmanom s MMF-om. Jedan od tih elemenata je pitanje inozemnog duga koji posljednjih godina ubrzano raste i koji je s 13,5 milijardi eura krajem 2001. godine povećan na oko 29 milijardi krajem 2006, čime je njegov udio porastao sa 61 na 85% BDP-a. U interesu je cjelokupnoga domaćega gospodarstva da se Vlada, a posebno Ministarstvo financija, aktivnije uključi i u rješavanje problema visoke inozemne zaduženosti. U HNB-u smatraju da sve poduzete mjere isključivo imaju cilj očuvanja opće monetarne stabilnosti, koja je svima u interesu i da je HNB, uvijek kad su to monetarni uvjeti dopuštali, činio sve da olakša zaduživanje države na domaćem tržištu (Rohatinski, 2005).

¹⁹ Posljednja redovita aukcija bila je 23. travnja 2004. godine, a unutar operacija fine prilagodbe ostavljena je mogućnost izdavanja blagajničkih zapisa vrlo kratkog roka dospijeća (35 dana).

Unatoč postojanju Odbora za suradnju Ministarstva financija i HNB-a, te odredbama Zakona o HNB-u koji obvezuje Ministarstvo financija da redovito izvještava HNB o svim transakcijama državnog proračuna i svim operacijama vezanim za javni dug²⁰, suradnja nije dovoljno dobra i treba je unaprijediti. Na primjer, prilikom izrade svih monetarnih projekcija HNB-a vrlo je važno pravodobno dobivanje relevantnih podataka o svim tekućim i planiranim transakcijama državnog proračuna. Unatoč tome, događalo se da HNB ne dobije na vrijeme takve informacije, što je dovodilo u pitanje pouzdanost njezinih monetarnih projekcija.

U posljednje se vrijeme uočavaju pozitivni signali u koordinaciji HNB-a i Ministarstva financija, posebno kad je riječ o određenim aranžmanima vezanim za novčano tržište. Naime, zbog sve značajnijih novčanih viškova koji se povremeno pojavljuju na računima države, Ministarstvo financija planira te viškove plasirati na tržište novca i o tome se konzultira s HNB-om. Na depozite koje drži u HNB-u država dobiva kamatu od 0,68%, pa bi plasiranjem dijela sredstava na novčano tržište mogla ostvariti povoljniju kamatnu stopu. HNB se tome ne protivi jer smatra da bi plasiranje novčanih viškova na novčano tržište, a ne u potrošnju, moglo utjecati na dodatno smanjenje kamatnih stopa te da to upućuje na racionalnije ponašanje države i bolje upravljanje likvidnošću.²¹ Pritom valja reći da su ta poboljšanja sigurno povezana i s uvođenjem centraliziranog sustava Državne riznice, koji se sve više informatički unapređuje i u budućnosti bi trebao osigurati još racionalnije upravljanje likvidnošću državnog proračuna, što će se pozitivno odraziti i na upravljanje javnim dugom. Prije uvođenja sustava Državne riznice postojale su tisuće računa na kojima su držana proračunska sredstva, pa je bilo moguće da se država zadužuje na tržištu i onda kada je imala neka slobodna sredstva, kojima se zbog lošeg upravljanja likvidnošću nije koristila. Boljim upravljanjem likvidnošću smanjuje se potreba za zaduživanjem države, ponajprije za kratkoročnim pozajmicama za održavanje tekuće likvidnosti, koje su bile vrlo skupe i tako su povećavale troškove upravljanja javnim dugom. Boljim upravljanjem likvidnošću države smanjuje se i potencijalna opasnost od monetarne ekspanzije i potreba za monetarnim intervencijama HNB-a, poboljšava se i likvidnost poduzetničkog sektora, a smanjuje mogućnost istiskivanja tog sektora s financijskog tržišta.

Pitanje usklađivanja politike upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike snažno se odražava na stanje likvidnosti bankarskog sustava i utječe na razvoj primarnoga i sekundarnog tržišta dužničkih vrijednosnica. Ukupna vrijednost i vrijeme izdavanja državnih vrijednosnica neće se uvijek podudarati s potrebama HNB-ove monetarne politike, pa se tako može dogoditi da država izda određeni vrijednosni papir čak i kada na tržištu postoji manjak likvidnosti. HNB tada mora donijeti mjeru kojom će osigurati dodatnu likvidnost u bankarskom sustavu. Zbog toga je iznimno važno da tijela nadležna za upravljanje dugom te za fiskalnu i monetarnu politiku redovito razmjenjuju podatke o trenutačnim i budućim potrebama države za financijskim sredstvima. Takvo je usklađivanje u vođenju monetarne politike i politike upravljanja dugom trenutačno ograničeno, a razmjena podataka najvećim se dijelom obavlja između guvernera i ministra, dok je razmje-

²⁰ Članak 34. Zakona o HNB-u (NN 36/01).

²¹ Razina depozita države u HNB-u sve se više smanjuje pa su tako u prosincu 2005. godine iznosili 604 mil. kn, a u prosincu 2006. samo 293 mil. kn, što može upućivati na bolje upravljanje likvidnošću.

na podataka između pojedinih odjela Ministarstva financija i HNB-a na vrlo niskoj razini (Svjetska banka, Ministarstvo financija, 2005). Treba još reći da je sadašnja koordinacija bolja u sferi novčanog tržišta, čemu je najviše pridonijelo uvođenje operacija na otvorenom tržištu. Kamatne stope na novčanom tržištu sve su niže, a to se sve više odražava i na tržište kapitala. Ipak, trebalo bi još poraditi na boljoj koordinaciji Ministarstva financija i HNB-a prilikom izdavanja kunskih obveznica, čija se svaka emisija snažno odražava na likvidnost financijskog sustava pa su pravodobne informacije o svim pitanjima vezanim za njihovo izdavanje izuzetno važne za stabilnost financijskog sustava.

Umjesto zaključka ovog dijela rada može se reći da je, unatoč određenim poboljšanjima posljednjih godina, dosadašnja koordinacija politike upravljanja javnim dugom i monetarne politike bila više stihijski proces nego planirana aktivnost. Naravno, zbog različitih je osnovnih ciljeva i funkcija tih dviju institucija, katkad nemoguće izbjeći sukobe, ali oni bi sigurno bili rjeđi da među njima postoji bolja suradnja.

4.1. Neovisnost Hrvatske narodne banke i prepreke u koordinaciji s Ministarstvom financija

HNB je dosegao vrlo visok stupanj neovisnosti, a povremene pokušaje pritisa ne treba odviše ozbiljno shvaćati jer se to događa i u mnogim drugim, znatno razvijenijim zemljama. HNB ima jasnu zakonsku podlogu za neovisno provođenje monetarne politike. Naravno, neovisnost ne bi trebala značiti i osamljenost i samodovoljnost HNB-a jer on sve svoje ciljeve može ostvariti samo u suradnji s drugima. Stoga je važno još jedanput naglasiti da je nužno ostvariti bolju koordinaciju HNB-a i Ministarstva financija, a početni korak u tome trebalo bi biti postizanje barem približnog konsenzusa o optimalnoj kombinaciji fiskalne i monetarne politike.

Mnogo se puta pokazalo da samo neovisne institucije mogu ostvariti dobru koordinaciju, a da pritom ne ugrožavaju svoje temeljne funkcije. Tako i u Zakonu o HNB-u postoje jasne odredbe o zaduživanju u zemlji i inozemstvu, ali ne i o financiranju tog zaduživanja, pa povremeni pritisci koji idu u tom smjeru nemaju nikakve osnove. Suradnja i koordinacija monetarne i fiskalne politike, a time i politike upravljanja dugom, vrlo je važan element za provođenje konzistentne ekonomske politike.

Postojeće su prepreke boljoj koordinaciji sljedeće.

- Povremeno nepravodobno dostavljanje informacija HNB-u o prihodima i rashodima države te o planovima zaduživanja, što je iznimno bitno za prognoziranje likvidnosti financijskog sustava. Naime, za precizne prognoze ključna su dva čimbenika: kretanje gotova novca izvan banaka i kretanje kunskih depozita države.
- Iako komunikacija između HNB-a i Ministarstva financija postoji, ona još uvijek nije dovoljno dobra i povremeno dolazi do međusobnog optuživanja putem medija, koja su katkad ispod razine tako važnih institucija.
- Još uvijek nedovoljna razvijenost financijskog tržišta, posebno tržišta državnih vrijednosnica, iako treba reći da je zahvaljujući uvođenju OOT-a, u posljednjih nekoliko godina tržište državnih vrijednosnica intenzivirano. Za poticanje daljnjeg razvoja tržišta HNB i Ministarstvo financija mogli bi zajednički potaknuti uvođenje primarnih dilera državnih vrijednosnica, što se u Sloveniji pokazalo izuzetno dobrim.

- Još uvijek nedovoljna transparentnost fiskalne politike, iako se idućih godina može očekivati njezino poboljšanje. Početkom 2007. godine Ministarstvo financija prvi je put objavilo Strategiju upravljanja javnim dugom za iduće tri godine i kalendar emisije državnih vrijednosnica za 2007. godinu.²² Ipak, Strategija još uvijek nema detaljno razrađene modele upravljanja rizicima, koji su izuzetno važni za ostvarivanje nižih troškova upravljanja dugom. Uzor bi nam mogla biti Irska, čija strategija obuhvaća i kvalitetno upravljanje rizicima, pa tako irska agencija za upravljanje dugom prati kretanje kamatnih stopa na financijskim tržištima i zadužuje se samo onda kada procijeni da je kamatna stopa povoljna te često refinancira dug emitiran uz višu kamatnu stopu dugom uz nižu stopu.²³

HNB često upozorava kako nije dovoljno informiran o politici Vlade, iako je Zakonom o HNB-u utvrđena obveza Vlade da središnjoj banci dostavlja sve prijedloge i izvješća koji se odnose na ciljeve, poslove i zadatke HNB-a, uključujući i prijedloge zakona, prije njihova podnošenja Saboru. HNB bi također, prema zakonu o HNB-u, trebao davati mišljenje o svim tim prijedlozima.

Boljom koordinacijom fiskalne i monetarne politike, ali i kvalitetnijom i češćom komunikacijom s javnošću HNB-a i Ministarstva financija te boljom prezentacijom njihovih ciljeva i zadaća, vjerojatno bi se smanjio broj pogrešnih interpretacija pojedinih aktivnosti tih važnih institucija.

4.2. Mjere monetarne politike za bolje upravljanje dugom

HNB je tijekom posljednjih nekoliko godina poduzeo niz mjera koje su olakšale upravljanje javnim dugom, a da pritom nije ugrožen osnovni cilj – očuvanje stabilnosti cijena. Tako je odlukom Savjeta HNB-a u listopadu 2004. stopa obvezne pričuve smanjena s 19 na 18%, čime je olakšana realizacija emisije državnih obveznica pomoću kojih Ministarstvo financija nastoji zamijeniti dio prevelikoga inozemnog duga domaćim zaduženjem. Država je prikupljenim kunama od HNB-a otkupila devize potrebne za otplatu samurajskih obveznica koje su dospjele sredinom prosinca 2004. godine, a tim otkupom ujedno je neutraliziran učinak emisije obveznica na domaća novčana kretanja. U siječnju 2006. stopa obvezne pričuve ponovno je smanjena s 18 na 17%, čime je osigurana dovoljna količina likvidnih sredstava za realizaciju emisije kunskih obveznica Ministarstva financija u prosincu 2005. i veljači 2006. godine. Takve su mjere potpuno u skladu s praksom razvijenih zemalja, a ujedno su u skladu s dugoročnom politikom HNB-a, usmjerenom na postupno smanjivanje stope obvezne pričuve.

HNB svojim mjerama trajno nastoji poduprijeti Vladu u nastojanjima da proračunski manjak financira bez pribjegavanja novom inozemnom zaduživanju (HNB, 2006). Tako je, radi većeg financiranja države na domaćem tržištu, umjesto dodatnog zaduživanja u inozemstvu, odlukom HNB-a u veljači 2005. godine smanjena minimalna stopa pokrivenosti deviznih obveza banaka deviznim potraživanjima s 35 na 32%. Time se oslobodilo oko 4 milijarde kuna, što je bankovnom sustavu osiguralo dovoljno likvidnih sredstava

²² (<http://www.mfin.hr/str/143/>)

²³ Zahvaljujući takvom upravljanju, troškovi servisiranja duga u 2004. godini bili su oko 350 mil. eura niži od sredstava predviđenih za tu namjenu (http://www.ntma.ie/Publications/2005/Annual_Report_2005.pdf).

za otkup u travnju emitiranih državnih obveznica u vrijednosti 3 milijarde kuna, bez istiskivanja ostalih sektora s financijskog tržišta. Da država tada nije podmirila svoje tekuće potrebe na domaćem tržištu, pokрила bi ih emisijom 500 milijuna euroobveznica na inozemnom tržištu, što bi dodatno povećalo ionako prevelik inozemni dug (HNB, 2006).

Radi institucionalne i operativne neovisnosti, središnja banka ne smije donositi mjere koje bi bile izravno usmjerene na snižavanje troškova upravljanja dugom, ali je ta neovisnost ne sprečava u ostvarenju bolje koordinacije s Ministarstvom financija i u poduzimanju mjera koje će posredno olakšati upravljanje dugom. U skladu s tim, HNB je u travnju 2005. godine na otvorenom tržištu pokrenuo operacije koje, iako poduzete prije svega radi unapređenja monetarne politike, mogu znatno olakšati upravljanje javnim dugom. Naime, uvođenjem tog instrumenta olakšano je zaduživanje Ministarstva financija na domaćem financijskom tržištu i povećana potražnja banaka za trezorskim zapisima Ministarstva financija (HNB, 2006). Osim toga, nove promjene regulative o minimalnoj likvidnosti banaka oslobodile su dodatna likvidna sredstva za kratkoročno refinanciranje euroobveznica države koje su u 2006. godini dospjele na naplatu.

U tranzicijskoj fazi, u kojoj se još uvijek nalazi i Hrvatska, HNB treba dalje razvijati operacije na otvorenom tržištu, što zahtijeva svakodnevne izravne kontakte sa sudionicima tržišta i intenzivniju koordinaciju svih instrumenata monetarne politike. U isto vrijeme treba voditi brigu o prognoziranju kretanja kratkoročne likvidnosti financijskog sustava, što je vrlo bitno za vođenje operacija na otvorenom tržištu. Za preciznost prognoza važna je razmjena informacija između središnje banke i Ministarstva financija kako bi se moglo pratiti i prognozirati kretanje bilance državnih prihoda i rashoda.

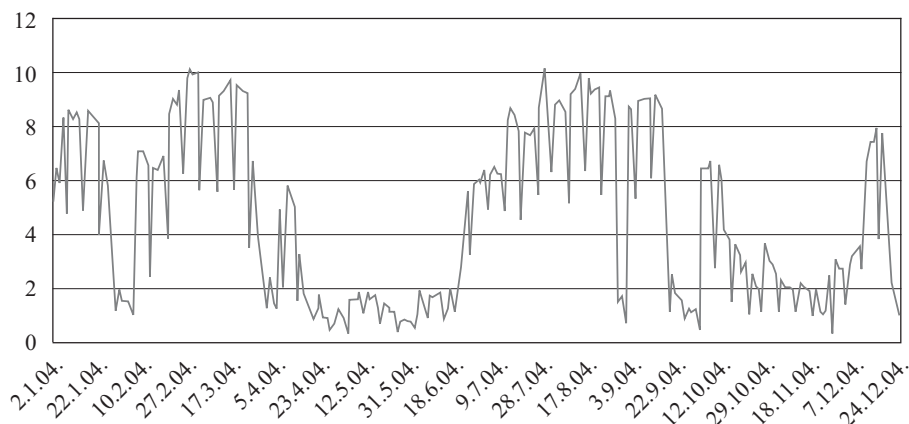
Na kraju ovog dijela rada može se reći da je HNB svojim dosadašnjim mjerama, poduzetim radi lakšeg upravljanja javnim dugom te zamjene rastućega inozemnog duga domaćim, postigla polovične rezultate, što se bez cjelovite potpore ostalih nositelja ekonomske politike, moglo i očekivati. Najvažnije bi bilo da nositelji fiskalne politike, uz potporu HNB-a, što prije preuzmu aktivniju ulogu u rješavanju problema eksterne neravnoteže i s tim povezane ranjivosti (HNB, 2006).

4.3. Uvođenje operacija na otvorenom tržištu – važan korak ka boljoj koordinaciji

Neki su analitičari i samu najavu HNB-a o uvođenju OOT-a okarakterizirali kao preuzimanje funkcije upravljanja dugom. Nasuprot tome, temeljna je funkcija OOT-a ublažavanje velikih fluktuacija kamatnih stopa na tržištu novca. Stope na prekonoćne kredite posljednjih godina osciliraju u rasponu od 1 i 11%, što izravno onemogućuje formiranje referentnih kamatnih stopa na kratkoročne i dugoročne izvore sredstava, bez kojih nema razvoja ni produbljivanja financijskih tržišta (Rohatinski, 2004). Sljedeća slika prikazuje te velike oscilacije tijekom samo jedne, 2004. godine.

Budući da je stabilizacija kamatnih stopa bitan preduvjet i za kvalitetno upravljanje javnim dugom, Ministarstvo financija također je vrlo zainteresirano za uvođenje operacija na otvorenom tržištu i treba surađivati s HNB-om i razmjenjivati sve informacije koje će olakšati njihovo provođenje. Tablica 2. prikazuje osnovne vrste OOT-a, kao i sve ostale važne elemente bitne za sudionike tih operacija.

Slika 1. Kretanje prekonoćne kamatne stope tijekom 2004. (u %)



Izvor: HNB

Najznačajnije OOT su obratne REPO operacije, koje se provode jedanput na tjedan putem aukcija, u kojima će kao zalog u početku služiti isključivo trezorski zapisi Ministarstva financija u kunama, bez valutne klauzule. Kasnije se te operacije mogu proširiti na kunske vrijednosnice dužih dospeljeća, kao što su državne obveznice.

Tablica 2. Operacije na otvorenom tržištu

Vrsta operacije	Instrument		Učestalost	Rok dospeljeća	Način provođenja
	kreiranje likvidnosti	povlačenje likvidnosti			
redovite operacije	obratne REPO operacije	–	jednom tjedno	jedan tjedan	aukcija
operacije fine prilagodbe	obratne REPO operacije	REPO operacije	neredovito	nestandardizirano	aukcija
	izravne kupnje TZ	izravne prodaje TZ	prema potrebi		bilateralni dogovor
strukturne operacije	izravne kupnje TZ	izravne prodaje TZ	neredovito	nestandardizirano	aukcija
	obratne REPO operacije	REPO operacije	prema potrebi		bilateralni dogovor

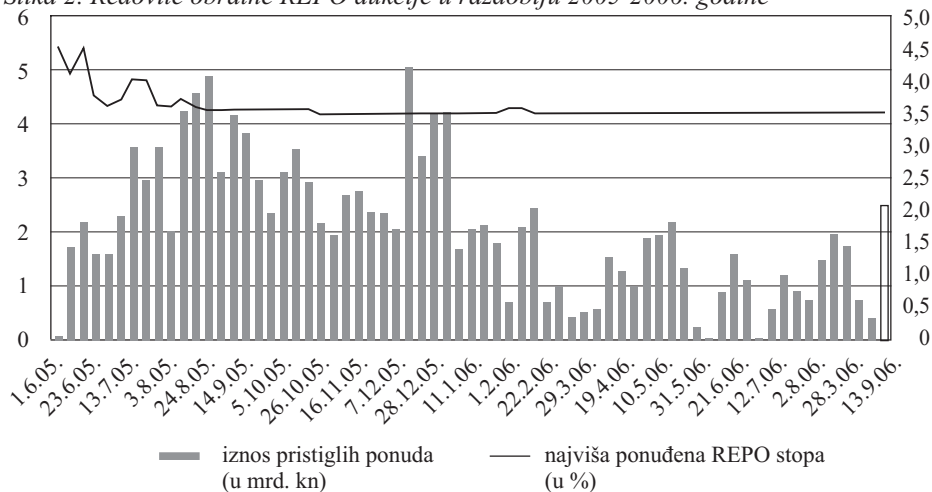
Izvor: HNB

Na dan aukcije banke trebaju telefonski ili putem Reutersova sustava za *dealing* dostaviti ponudu najkasnije do vremena navedenoga u najavi aukcije. Minimalni iznos ponude je milijun kuna. HNB prihvaća pristigle ponude do trenutka dok se ne iscrpi

predviđeni iznos likvidnosti koji se želi povući iz bankovnog sustava, odnosno pustiti u bankovni sustav. Do uspostave sustava namire na načelu isporuke vrijednosnica uz plaćanje, prijenos novca obavljao se preko Hrvatskog sustava velikih plaćanja (HSVP-a), a prijenos vrijednosnica preko sustava Središnje depozitarne agencije (SDA), na načelu isporuke vrijednosnica bez plaćanja. U srpnju 2005. počela je primjena sustava namire na načelu isporuke vrijednosnica uz plaćanje, što je vrlo važno za razvoj OOT-a, ali i općenito, za širenje i razvoj sekundarnog tržišta i pojavu većeg broja raznih sudionika tržišta.

Budući da su OOT uvedene u travnju 2005. godine, kada je na novčanom tržištu postojala izrazito visoka razina likvidnosti, prvih osam redovitih REPO aukcija prošlo je bez ikakvih transakcija, a tek na devetoj aukciji vrijednost pristiglih ponuda bila je simboličnih 10 milijuna kuna. Očekivalo se da će broj ponuda biti veći u razdobljima kada se razina likvidnosti novčanog tržišta smanji. To se zaista i dogodilo i iz aukcije u aukciju ukupan se iznos ponuda kretao u skladu sa stanjem likvidnosti bankarskog sustava.

Slika 2. Redovite obratne REPO aukcije u razdoblju 2005-2006. godine



Izvor: HNB

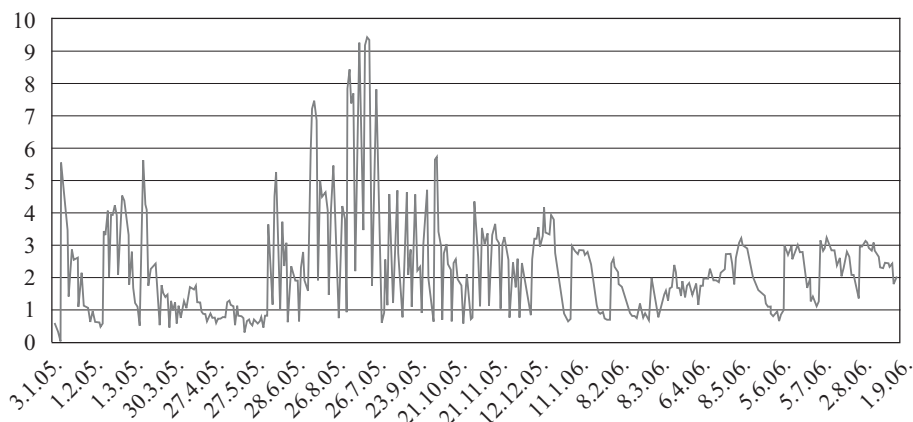
Iz slike se vidi da vrijednosti pristiglih ponuda osciliraju, a iznosi ponuda bili su najveći tijekom ljetnih mjeseci i u prosincu, kada su potrebe za likvidnim sredstvima najveće. Ipak, u 2006. godini vrijednosti pristiglih ponuda nisu bile velike ni tijekom ljetnih mjeseci, što pokazuje visoku likvidnost financijskog sustava. Unatoč tome što je država tijekom 2006. znatnije povećala svoje zaduživanje kod domaćih banaka²⁴, to se nije odrazilo na redovite obratne REPO aukcije, vjerojatno stoga što su to uglavnom bila kra-

²⁴ U ožujku 2006. godine razina unutarnjeg zaduženje države kod banaka porasla je za oko 2,6 mlrd. kn. u odnosu prema veljači.

tkoročna zaduženja koja su odmah iskorištavana za otplatu dospjelih potraživanja. Naravno, ne bi bilo dobro da država znatno povećava svoje zaduživanje na domaćem tržištu (iako je zbog velikog rasta vanjskog duga država sve usmjerenija na zaduživanje na domaćem tržištu) jer to može dovesti do manjka likvidnosti i povećanog sudjelovanja banaka na obratnim REPO aukcijama, pa time i do monetarne ekspanzije i inflacije. Tada bi HNB morao reagirati restriktivnim mjerama monetarne politike, a najveću bi cijenu tada mogao platiti privatni sektor, koji bi mogao biti istisnut s financijskog tržišta. Na sreću, takav se scenarij tijekom 2006. godine nije dogodio i treba se nadati da se razumnom državnom potrošnjom i još boljom suradnjom Ministarstva financija i HNB-a to neće ni dogoditi.

Možda je prerano donositi neke konačne zaključke, ali čini se da su OOT već daleko dobre rezultate. Naime, od njihova uvođenja u travnju 2005. kamatne stope na novčanom tržištu pokazuju sve manje oscilacije, što se vidi i na slici 3. Tijekom ljeta 2005. godine te su oscilacije još uvijek bile velike ali su se već u listopadu bitno smanjile, a od studenog 2005. stopa više nije prelazila 4,15%.

Slika 3. Prekonoćna kamatna stopa u razdoblju 2005-2006. godine (u %)



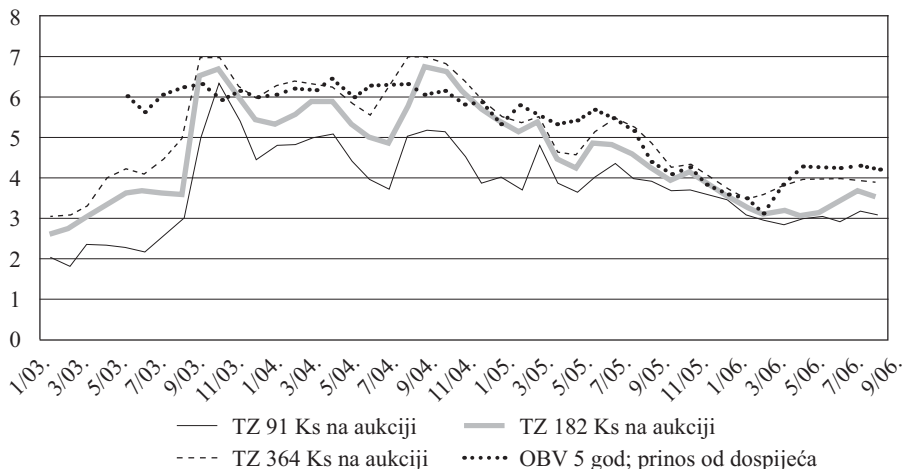
Izvor: HNB

Stabilizacija kamatnih stopa, koja se postiže duljim provođenjem OOT-a, pozitivno utječe i na politiku upravljanja dugom. Naime, stabilizacijom prekonoćne kamatne stope, stabilizirane su (i smanjene) i kamatne stope na trezorske zapise i obveznice, što se vidi i na sljedećoj slici.

Slika 4. pokazuje da su do sredine 2005. godine, dakle do uvođenja OOT-a, kamatne stope na trezorske zapise znatno oscilirale. Također je vidljivo da se država početkom 2003. godine zaduživala na novčanom tržištu prodajući trezorske zapise po kamatnoj stopi od oko 2,5%, a već krajem 2003. godine ta je stopa narasla na visokih 7%, što se nužno odrazilo i na rast troškova upravljanja ukupnim javnim dugom. Nakon što je HNB u tra-

vnju 2005. godine započeo s OOT-om, porasla je potražnja državnih vrijednosnica, a kamatne stope na državne vrijednosnice mnogo manje osciliraju i polako se stabiliziraju na razini od oko 3,85%, što će utjecati na snižavanje troškova servisiranja duga.²⁵

Slika 4. Prinosi na trezorske zapise i kunsku obveznicu u razdoblju
2003-2006. godine^a (u%)



^a Za trezorske zapise – prosječna mjesečna stopa; za obveznicu – prema cijeni posljednjeg dana trgovanja u mjesecu.

Izvor: HNB

Operacije na otvorenom tržištu otvaraju mogućnost rasta zaduživanja države na domaćem tržištu, uz sve povoljnije uvjete, ali će pritom HNB morati paziti da rast monetarnih agregata ne dovede do destabilizacije tečaja, rasta inflacije i istiskivanja ostalih sektora s tržišta kredita. Zbog toga je sasvim jasno da indirektna monetarizacija dijela fiskalnog deficita putem OOT-a ne umanjuje obvezu države da znatno smanji svoj deficit, jer se samo njegovim smanjenjem može proširiti prostor za OOT. Da je država posljednjih godina učinila veći napor u smanjivanju proračunskog deficita, HNB bi vjerojatno već prije donio odluku o uvođenju OOT-a (Rohatinski, 2004).

Razvoj OOT-a dovest će i do postupne akumulacije određene količine državnih vrijednosnica u portfelju HNB-a, koji će njima aktivno upravljati, a sve će to pozitivno utjecati na razvoj tržišta državnih vrijednosnica. OOT je efikasna mjera za poboljšanje funkcioniranja tržišta novca i kapitala, i utjecat će na poboljšanje kratkoročne likvidnosti banaka jer će one moći svoje kratkoročne obveze refinancirati kod HNB-a.

U javnosti su se nakon objavljivanja namjere HNB-a da uvede OOT pojavila i mišljenja da je ta mjera ustupak Vladi koja se više ne može izravno zaduživati kod središnje

²⁵ Dana 14. lipnja 2005. godine kamatna je stopa na trezorske zapise s rokom dospeljeća od 365 dana bila 5,25%, a 5. rujna 2006. bila je samo 3,85%.

banke. Takva su mišljenja legitimna i istina je da će ta mjera pomoći Vladi da se više okrene financiranju svojih potreba na domaćem tržištu, ali je jednako tako istina da će pomoći i razvoju domaćega financijskog tržišta i stabilizaciji inozemnog duga, koji je tijekom posljednjih godina toliko narastao da je postao osnovni makroekonomski problem Hrvatske.

Iz svega toga proizlazi zaključak da je uvođenje OOT-a korisna mjera za cjelokupno gospodarstvo i da smo se tako još više približili EU, u kojemu se većina zemalja članica već niz godina koristi tim operacijama. Najvažnije je pritom ne zaboraviti da je OOT instrument isključivo monetarne politike, a ne politike upravljanja dugom, pa će stoga i upravljanje državnim vrijednosnicama u portfelju HNB-a biti motivirano isključivo monetarnim razlozima. Dakle, uvođenjem OOT-a HNB ne preuzima znatniju ulogu u upravljanju dugom, pa je to dalje temeljna uloga i puna odgovornost Ministarstva financija. HNB je uvođenjem OOT-a samo postavio temelje za bolju buduću koordinaciju, a svako drugo uključivanje HNB-a u upravljanje dugom bio bi čisti sukob interesa.

5. Važnost daljnjeg razvoja tržišta državnih vrijednosnica za unapređenje koordinacije

Iskustva pokazuju da je koordinacija središnje banke i ministarstva financija mnogo bolja u zemljama koje su već provele bitne financijske reforme i koje imaju dobro razvijeno tržište državnih vrijednosnica. Veliki je problem u zemljama u tranziciji i prevladavajuća primjena netržišnih, iako efikasnih monetarnih instrumenata kao što je obvezna pričuva, što usporava razvoj efikasnoga i produbljenog tržišta državnih vrijednosnica. Ipak se čini da je posljednjih godina u Hrvatskoj učinjen znatan pomak u razvoju tržišta državnih vrijednosnica, čemu je pridonio i HNB znatnim smanjenjem stope obvezne pričuve, koja je još 2000. godine iznosila 30,5%, a danas iznosi 17%. Naravno da je HNB prilikom donošenja odluka o smanjivanju obvezne pričuve pazio na očuvanje monetarne stabilnosti zemlje.

Hrvatska ima izgrađen zakonodavni okvir za razvoj modernoga i “dubokog” financijskog tržišta, ali to nije dovoljno i treba uložiti još mnogo napora u razvoj novih financijskih instrumenata, a svoj doprinos tome treba dati i država. Još uvijek imamo siromašnu financijsku strukturu, s dominantnom ulogom banaka te s nedovoljno razvijenim sekundarnim tržištem koje bi osiguralo veću likvidnost financijskih instrumenata.

Razvoj domaćeg tržišta državnih vrijednosnica sputava prekomjerno oslanjanje na euro-obveznice i prevladavajući udio obveznica vezanih za euro na domaćem tržištu. Ipak, od 2000. godine napravljeni su znatni pomaci. Produbljeno je tržište kunskih dužničkih instrumenata i povećana likvidnost na sekundarnom tržištu, ponajprije zahvaljujući razvoju institucionalnih investitora, od kojih su najvažniji mirovinski fondovi. Veliki nedostatak donedavno je bila nedovoljna transparentnost primarnog tržišta državnih vrijednosnica koja će se unaprijediti objavljivanjem godišnjeg kalendara izdavanja vrijednosnica od Ministarstva financija.²⁶

Unatoč postojanju uređenoga Zagrebačkog tržišta novca (ZTN),²⁷ na njemu se obavlja samo oko 30% ukupnih transakcija, a ostalih 70% obavlja se na međubankarskom

²⁶ Više o tome na: <http://www.mfin.hr/str/143/>

tržištu novca. Radi zaštite tržišnog udjela, ZTN je počeo razvijati novi sustav trgovanja koji bi mu trebao omogućiti preobrazbu u hibridnu burzu za trgovanje novcem i državnim vrijednosnicama. Zasad je naše tržište novca zapravo prekonoćno tržište na kojemu se trguje viškovima novca iznad obvezne pričuve, a nije mjesto trgovanja kratkoročnim vrijednosnicama.

Najznačajniji poticaj razvoju domaćeg tržišta državnih vrijednosnica dala je mirovinska reforma i osnivanje niza mirovinskih fondova koji su, prema Zakonu o mirovinskim fondovima, velik dio svoje imovine obvezni ulagati u državne vrijednosnice.²⁸ Možda nije baš najsretnije rješenje obvezivati fondove na određena ulaganja jer to nije u skladu s tržišnim načelima poslovanja, ali je to katkad nužno u zemljama koje tek razvijaju financijsko tržište i u kojima još uvijek postoji velika sklonost moralnom hazardu, a upravljanje rizicima u većini financijskih institucija još nije dovoljno zaživjelo.

Uvođenje OOT-a novi je poticaj razvoju tržišta državnih vrijednosnica. O sve intenzivnijem razvoju tržišta državnih vrijednosnica svjedoči i golemo zanimanje za dosadašnja četiri izdanja državnih obveznica nominiranih u kunama. Potražnja tih kunskih državnih obveznica bila je trostruko veća od vrijednosti plasmana, pa bi država lako našla kupca i za mnogo veću emisiju. Najvažniji razlog tako velikog zanimanja bila je vrlo visoka kamatna stopa, pa su oni koji su imali višak likvidnih sredstava time ostvarili vrlo unosan posao. Takvi pozitivni signali koji dolaze s tržišta državnih vrijednosnica mogu znatno pomoći Ministarstvu financija u kreiranju politike upravljanja dugom u budućem razdoblju. Jasno je da se država pri donošenju odluka o zaduživanju sve više može oslanjati na domaće tržište, i to uz sve povoljniju kamatnu stopu na domaći javni dug.

Velik problem hrvatskoga financijskog tržišta jest to što stanovništvu koje ima znatan potencijal za takva ulaganja nisu pružene veće mogućnosti ulaganja u različite državne vrijednosnice.²⁹ Stanovništvo je još uvijek potpuno zapostavljeno, a moglo bi uložiti znatna sredstva u razne vrste državnih vrijednosnica, ali samo uz uvjet uspostavljanja dobre infrastrukture za jednostavan pristup tržištu i uz siguran sustav skrbništva. Za uzor bi nam moglo poslužiti i mađarsko iskustvo. Naime, jedan od važnih ciljeva Mađarske agencije za upravljanje dugom jest održavanje više distribucijskih kanala za izravnu prodaju stanovništvu. Zahvaljujući tome, udio malih ulagatelja u državne vrijednosnice je oko 10% domaćeg duga, što nikako nije zanemarivo. Međutim, da bi stanovništvu bilo omogućeno veće ulaganja u državne vrijednosnice, one se kontinuirano prodaju putem 2.800 mađarskih poštanskih ureda.³⁰

U svim zemljama koje imaju razvijeno tržište državnih vrijednosnica unutarnji je javni dug veći od inozemnoga, dok je u Hrvatskoj još krajem 2004. godine inozemni

²⁷ ZTN je počeo raditi 1990. na temelju Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala (NN 51/93). Pod nadzorom HNB-a, posluje kao neovisno dioničko društvo u vlasništvu 24 dioničara (22 banke i 2 osiguravajuća društva).

²⁸ Najmanje 50% svoje imovine fond mora uložiti u dugoročne dužničke vrijednosnice što su ih izdali RH i HNB.

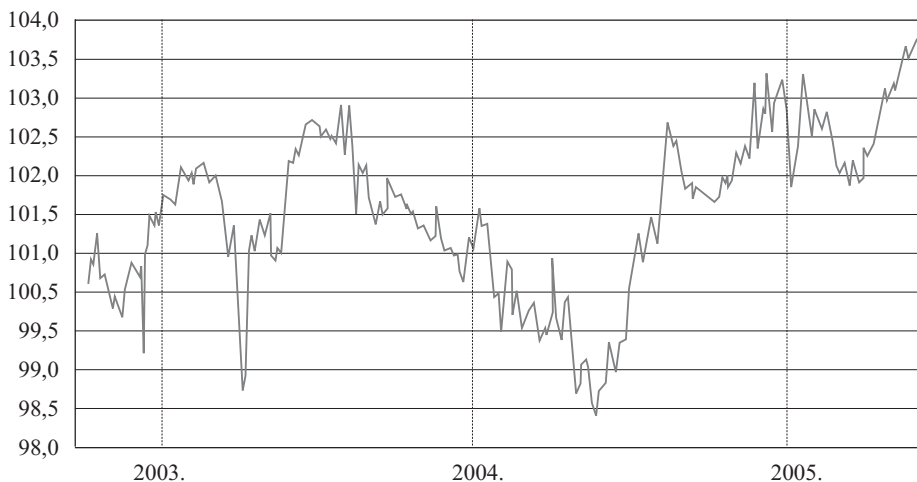
²⁹ Prema podacima HNB-a, stanovništvo je krajem 2005. godine imalo 15,6 mlrd. kn štednih i oročenih depozita u kunama (koji kontinuirano rastu) i 73 mlrd. kn štednih i oročenih deviznih depozita, a znatan dio tih sredstava mogao bi se uložiti i u državne vrijednosnice.

³⁰ www.akk.hu

dug činio 54% javnog duga, a unutarnji 46%. Ipak, ta se situacija već tijekom 2005. promijenila, čemu je pridonio pojačani plasman državnih obveznica na domaćem tržištu posljednje dvije godine. Mišljenje je nekih stručnjaka da inozemne agencije bolji rejting pridaju zemljama koje imaju veći udio domaćega u ukupnom javnom dugu (Švaljek, 1998). Suprotno tome, neki smatraju da je za rejting i solventnost zemlje svejedno zadužuje li se ona na domaćem tržištu ili u inozemstvu. Unatoč tome, čini se da je u situaciji tako visokoga inozemnog duga ipak bolje veći dio inozemnog duga zamijeniti domaćim jer će to potaknuti i razvoj domaćega financijskog tržišta. Ipak, veće zaduživanje države na domaćem tržištu donosi i veće troškove upravljanja dugom. Zato bi bilo najbolje smanjiti zaduživanje države na najmanju moguću razinu, ali ako je ono već neizbježno, treba se više orijentirati na domaće tržište, koje pokazuje veliko zanimanje za državnim vrijednosnicama, pa se može očekivati da će i kamate na tom tržištu sve više padati. Snižavanjem kamatnih stopa na državne vrijednosnice plasirane na domaćem tržištu nestat će i glavni razlog većeg zaduživanja države na inozemnom tržištu, a to su niske kamatne stope. Primjerice, Samurai obveznice plasirane su u pet serija, uz kamatnu stopu od 1,23 do 4%, dok su kamatne stope na vrijednosnice plasirane na domaćem tržištu posljednjih godina od 4,25 do 6,87%. Naravno, uz takve bi se uvjete bilo neozbiljno potpuno orijentirati na domaće tržište, jer bi to uvelike povećalo troškove servisiranja duga. Ali jednako tako, udio inozemnoga u ukupnom javnom dugu ne smije biti prevelik jer to nepovoljno utječe na inozemnu zaduženost zemlje i povećava valutni rizik otplate duga.

O intenzivnijem razvoju tržišta državnih vrijednosnica svjedoči i činjenica da je Zagrebačka burza krajem 2002. godine uvela poseban obveznički indeks CROBIS, koji se često revidira zbog uključivanja sve većeg broja državnih obveznica.

Slika 5. Kretanje CROBIS indeksa 2002-2005.



Izvor: Zagrebačka burza, 2006.

Slika 5. pokazuje da su cijene postignute u trgovanju državnim obveznicama prilično oscilirale, ali se jasno vidi i trend značajnog rasta indeksa od sredine 2004. godine, što upućuje na sve veće zanimanje za državnim obveznicama. U prvoj polovici 2005. godine redoviti je promet svim vrijednosnicama koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi dosegao više od 85% ukupnog prometa 2004. godine, što pokazuje sve veće intenziviranje domaćega financijskog tržišta (www.zse.hr).

Dodatni pozitivni impuls razvoju domaćeg tržišta državnih vrijednosnica dala je i odluka Zagrebačke burze od 22. srpnja 2005. o ukidanju burzovne provizije do kraja godine, jer je već u srpnju ostvaren plan prihoda za 2005. godinu. Ukidanje provizije donijelo je velike uštede svim članovima burze i smanjilo transakcijske troškove svih investitora. To bi moglo dati dodatni poticaj sve većoj trgovini i financijskoj atraktivnosti hrvatskog tržišta kapitala te boljem regionalnom pozicioniranju prije ulaska u europske integracije.

Dakle, može se reći da nedvojbeno postoji veliki potencijal za daljnji razvoj tržišta državnih vrijednosnica. Prema studiji Svjetske banke (Anušić i Mađarević-Šujster, 2003), samo bi imovina mirovinskih fondova do 2015. trebala dosegnuti vrijednost od 15% BDP-a, a 2030. gotovo 22% BDP-a. I ostale nebankarske financijske institucije, posebno osiguravajuća društva i investicijski fondovi, sve snažnije rastu i time također stvaraju jaku bazu ulagatelja u državne vrijednosnice. Ako tome još dodamo neinstitucionalne ulagatelje, jasno je da baza postoji, a država tj. Ministarstvo financija, mora kreirati nove instrumente koji će svojim različitim obilježjima zadovoljiti potrebe svih ulagača.

6. Zaključak

Temeljni zaključak ovog rada jest da je dobra koordinacija upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike vrlo značajna za opću makroekonomsku stabilnost zemlje. U Hrvatskoj je do potpunog odvajanja tih važnih politika došlo prije no što su stvoreni osnovni preduvjeti za to odvajanje. Naime, odvajanje upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike poželjan je proces, ali usporedno s tim odvajanjem trebalo je ostvariti bolju koordinaciju tih važnih politika i zadovoljiti neke druge važne preduvjete, od kojih je najvažniji dosezanje određenog stupnja razvoja financijskog tržišta, prije svega tržišta državnih vrijednosnica.

Posljednjih nekoliko godina učinjeni su određeni pozitivni pomaci u koordinaciji, ali to još nije dovoljno. Iako u Hrvatskoj postoje formalne odredbe o koordinaciji, one se u praksi ne provode dosljedno, pa bi u tom smislu i Ministarstvo financija i HNB trebali uložiti dodatni napor. Početni korak u tom smjeru trebalo bi biti postizanje barem približnog konsenzusa o optimalnoj kombinaciji fiskalne i monetarne politike. Sljedeći korak moglo bi biti uspostavljanje mehanizma redovite razmjene podataka između Ministarstva financija i HNB-a radi usklađivanja fiskalne i monetarne politike. U skladu s tim, Ministarstvo financija i HNB trebali bi zajednički razraditi ugovor kojim bi kao nadležna država tijekom službeno kreirali takav mehanizam.

I HNB i Ministarstvo financija trebali bi uložiti dodatni napor u poticanje razvoja tržišta državnih vrijednosnica. Uvođenjem OOT-a HNB je krenuo u tom smjeru, a Ministarstvo financija bi kreiranjem novih instrumenata trebalo iskoristiti veliki financijski po-

tencijal stanovništva i na taj način intenzivirati tržište državnih vrijednosnica. Pokazalo se da postojeći instrumenti ne zadovoljavaju potrebe ni velikih institucionalnih investitora, pa je nužan razvoj novih instrumenata, prilagođenih potrebama svih potencijalnih ulagača. Na taj bi se način produbilo zasada plitko tržište državnih vrijednosnica. Budući da se posljednjih godina prilikom svake nove emisije državnih obveznica pokazalo da tržište "vapi" za novim vrijednosnicama, sigurno će i uvjeti novih emisija biti sve povoljniji za državu, što bi znatno pridonijelo lakšem upravljanju javnim dugom i nižim troškovima servisiranja. Za poticanje razvoja tržišta državnih vrijednosnica i njegovu veću likvidnost Ministarstvo financija i HNB trebali bi zajednički razviti sustav primarnih dilera državnih vrijednosnica, što se u mnogim zemljama pokazalo vrlo učinkovitim.

Kada se tržište državnih vrijednosnica dovoljno razvije, smanjit će se i važnost formalne koordinacije upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike jer će se koordinacija ostvarivati putem tržišnih mehanizama.

Može se zaključiti da je uvođenje OOT-a u travnju 2005. godine bilo dobar korak prema unapređenju koordinacije upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike jer otada kamatne stope na međubankarskom tržištu sve manje osciliraju i na nižoj su razini. Potražnja trezorskih zapisa i obveznica sve je veća, a podaci prikazani u radu već potvrđuju da je stabiliziranjem kamatnih stopa na međubankarskom tržištu došlo do stabilizacije kamatnih stopa i na tržištu državnih vrijednosnica, što bi trebalo osigurati veću predvidivost u planiranju troškova upravljanja dugom. Ipak treba reći da je za donošenje konačnih zaključaka o učincima uvođenja OOT-a na politiku upravljanja dugom potrebna detaljnija analiza, pa bi HNB i Ministarstvo financija mogli zajednički provesti takvu analizu i uputiti na mogućnosti daljnjeg razvoja OOT-a.

LITERATURA

---, 2005. "Inodug već krajem travnja dosegnuo godišnji limit" – Intervju guvernera HNB-a. *Poslovni dnevnik*, 23. svibnja 2005.

Anušić, Z., O'Keefe, P. i Mađarević-Šujster, S., 2003. *Mirovinska reforma u Hrvatskoj*. Zagreb; Svjetska banka, Ured u Hrvatskoj.

Babić, A. [et al.], 2001. "Javni dug u Republici Hrvatskoj". *Financijska teorija i praksa*, 25 (1), 1-97.

Barro, R. J., 1997. *Macroeconomics*. Cambridge MA; London: MIT Press, 521-533.

Blommestein, H. and Thunholm, E., 1997. "Institutional and Operational Arrangements for Coordinating Monetary, Fiscal and Public Debt Management" in: V. Sundararajan, P. Dattels and H. J. Blommestein. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 57-76.

Brione, P., 2005. "Politicians' itch to interfere". *Central Banking*, 15 (3), 27-32.

Carracedo, M. and Dattels, P., 1997. "Survey of Public Debt Management Frameworks in Selected Countries" in: V. Sundararajan, P. Dattels and H. J. Blommestein. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 96-123.

Cosimano, T. F. and Gapen, M. T., 2003. "Optimal Fiscal and Monetary Policy with Nominal and Indexed Debt" [online]. *IMF Working Paper*, No. 03/225. Available from: [http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03225.pdf].

Crona, S., 1997. "Sweden: Separating Public Debt Management from Monetary Policy" in: V. Sundararajan, P. Dattels and H. J. Blommestein. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 318-327.

Dattels, P., 1995. "Microstructure of Government Securities Markets" *IMF Working Paper*, No. 95/117.

Dolenc, P., 2003. "Razvoj sekundarnog tržišta državnim dužničkim vrijednosnim papirima u zemljama u tranziciji" [online]. *Financijska teorija i praksa*, 27 (2), 223-233. Dostupno na: [http://www.ijf.hr/FTP/2003/2/dolenc.pdf].

Glaessner, T. and Ladekarl, J., 2001. *Issues in Development of Government Bond Markets*. Washington D.C.: World Bank.

HNB, 2006. *Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske* [online]. Zagreb: Hrvatska narodna banka. Dostupno na: [http://www.hnb.hr/publikac/ostale-publikacije/h-analiza-inozemne-zaduzenosti-rh.pdf?tsfsg=c1d2bd30e6ed1288a3569a37936e1080].

HNB. *Bilten Hrvatske narodne banke*, razni brojevi. Zagreb: Hrvatska narodna banka.

IMF and World Bank, 2003. *Guidelines for Public Debt Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund.

Kalderen, L., 1997. "Debt Management Functions and Their Location" in: V. Sundararajan, P. Dattels and H. J. Blommestein. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 318-327.

Mihaljek, D., 2002. *Aspects of Debt Dynamics and Vulnerabilities in Emerging Markets*. Basel: Bank for International Settlements.

Ministarstvo financija, 2005. *Priopćenje Ministarstva financija o mjerama središnje banke* [online]. Dostupno na: [http://www.mfin.hr/?arhiv=646&siteid=1&str=91].

Ministarstvo financija, 2007. *Godišnje izvješće i strategija upravljanja javnim dugom* [online]. Dostupno na: [http://www.mfin.hr/str/143/].

Missale, A., 2000. "Optimal Debt Management with a Stability and Growth Pact". *Public Finance and Management*, 1, 58-91.

Pereira, S., 1992. "Coordinating Public Debt and Monetary Management During Financial Reforms". *IMF Working Paper*, No. 92/84-EA. Washington D.C.: International Monetary Fund.

Rohatinski, Ž., 2004. "Monetarna politika" u: *Ekonomska politika Hrvatske u 2005*. Zagreb: Inženjerski biro.

Santini, C., 1997. "Italy: Public Debt Management and Monetary Control" in: V. Sundararajan, P. Dattels and H. J. Blommestein. *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 348-411.

Sundararajan, V., Dattels, P. and Blommestein, H. J., 1997. "Coordinating Public Debt and Monetary Management". Washington D.C.: International Monetary Fund.

Svjetska banka i Ministarstvo financija, 2005. Hrvatska – Upravljanje dugom središnje države i razvoj domaćeg tržišta dužničkih vrijednosnih papira. Zagreb: Hrvatska narodna banka.

Švaljek, S., 1997. “Granice javnog duga: Pregled teorije i metoda ocjene održivosti politike zaduživanja”. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, (61), 34-65.

Švaljek, S., 1998. “Inozemni dug i javni dug Republike Hrvatske – Blizanci ili daleki rođaci?”. *Financijska praksa*, 22 (4-5), 537-553.

Ugovor iz Maastrichta. Available from: [http://europa.eu.int/eur-lex/en/treaties/dat/EU_treaty.html].

Wolswijk, G. and de Haan, J., 2005. “Government Debt Management in the Euro Area” [online]. *Occasional Paper Series*, No. 25. Available from: [<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp25.pdf>].

Zagrebačka burza, 2006. *Izvještaj o kretanju CROBIS indeksa* [online]. Dostupno na: [<http://www.zse.hr/>].

Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci, NN 36/01. Zagreb: Narodne novine.

Zorica Raspudić Golomejić: Coordination of Public Debt Management and the Running of Monetary Policy in Croatia

Abstract

This paper deals with the issue of the coordination of public debt management and running monetary policy in Croatia, and draws attention to the importance of this kind of coordination for macroeconomic stability. Particular attention is paid to the management of public debt and the running of monetary policy in Croatia as practiced to date, and the problems that have arisen the while. Also stated are the most important measures that the Croatian National Bank has taken to make it easier to manage the public debt and achieve better coordination with the Finance Ministry. There is more detailed discussion of the introduction of open market operations, the most important step taken towards better coordination of the running of monetary policy and the management of the public debt. Since the introduction of open market operations, interest rates on the interbank market and on the government bonds market have oscillated far less and have stabilized at a lower level. This should facilitate public debt management and provide for greater predictability in the planning of debt management costs. The final section discusses the importance of the further development of the government bonds market for the improvement of coordination in Croatia. The conclusion makes concrete proposals for the improvement of coordination: the achievement of at least an approximate consensus about the optimum combination of fiscal and monetary policy and the establishment of mechanisms for regular exchanges of information between the Finance Ministry and the Croatian National Bank for the purpose of harmonizing fiscal and monetary policy.

Key words: Croatia, public debt management, running monetary policy, government bonds market, open market operations